

Schroders Multi-Asset Investments

Monatskommentar

Januar 2018

Drei als magische Zahl

In diesem Jahr wird die „3“ die magische Zahl für ein anhaltend reflationäres Umfeld sein.

Wachstum: Wir gehen für die kommenden zwei Jahre weiterhin von einem globalen BIP-Wachstum von etwa **3 %** aus. Im letzten Quartal hoben wir hervor, dass der US-Kongress bezüglich der Steuerreform für eine Überraschung sorgen könnte, was sich dann auch bewahrheitete. Wir würden jedoch fiskalisch bedingten Enthusiasmus zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit Skepsis bewerten, da wir nicht damit rechnen, dass die US-Unternehmen die Vorteile der Steuersenkungen volumnfänglich ausgeben werden.

Zehnjährige US-Renditen: Laut unseren Modellen sind die US-Aktienbewertungen nachhaltig, solange die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen nicht über **3 % steigen**. Dafür müsste die Inflation moderat bleiben.

Inflation: Da unseres Erachtens der technologische Wandel und die alternde Bevölkerung derzeit für eine geringe Inflation sorgen, gehen wir unverändert von einer Teuerungsrate von höchstens **3 %** sowie von einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik aus. Angesichts dessen werden die Bewertungen die Renditen auf mittlere Sicht wohl ausbremsen. Allerdings glauben wir, dass ein Zeitraum mit niedrigeren Renditen wahrscheinlicher ist als eine unmittelbar bevorstehende Baisse.

Was könnte den Ausblick trüben?

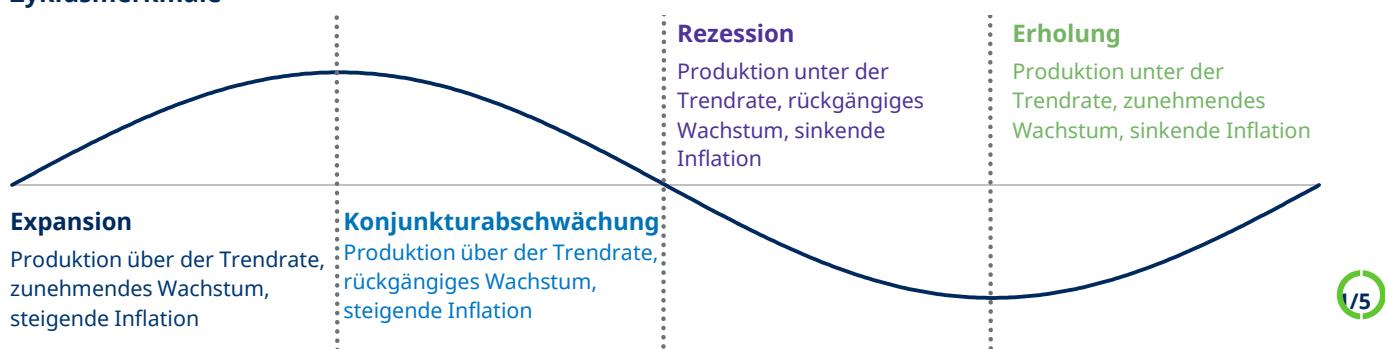
Die offensichtlichste Antwort hierauf lautet: „Inflation“. Ein Indikator, der auf eine überraschend hohe Wachstumsrate (und damit auch Inflation) hindeutet, ist der erstarkte Welthandel. Ein weiteres Risiko sind die Löhne: Obgleich das Lohnwachstum bislang kaum auf die angespannte Arbeitsmarktlage reagiert hat, deuten Analysen der US-Notenbank darauf hin, dass die Phillips-Kurve nicht linear verläuft. Und wenn die Arbeitslosenquote unter einen bestimmten Schwellenwert fällt, wird sich das Verhältnis zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation wieder bestätigen und die Kerninflation steigen. Unsere Modellierung dieser beiden Szenarien („Handelsboom“ und „beschleunigte Inflation“) lässt unsere globale Inflationsprognose von 2,3 % auf über 3 % steigen. Für Anlagen bedeutet dies in Anbetracht des aktuellen Preisniveaus Volatilität an den Märkten für Staatsanleihen, aber auch Outperformance-Chancen für zyklischere und bewertungssensiblere Bereiche der Aktienmärkte.

Ein enttäuschendes Wachstum wäre für uns besorgnisregender. Derzeit befinden sich die Volkswirtschaften der Industrieländer in der „Expansionsphase“, die sich durch eine über der Trendrate liegende Produktion, ein beschleunigtes Wachstum und eine steigende Inflation auszeichnet. Diese Zyklusphase ist für Aktien gewöhnlich positiv. Die nächste Phase des Zyklus ist die der „Abschwächung“, und sie ist für die Renditen am schlimmsten.

Definition des Konjunkturzyklus

Erholung in Schwellenländern und Expansion in Industrieländern

Zyklusmerkmale



Letzte Zyklusposition maßgeblicher Märkte

Zyklusmessgröße	Zeithorizont	USA	Eurozone	Japan	Schwellenländer	China
Wachstums- und Inflationsdaten	Kurzfristig	Expansion	Expansion	Expansion	Erholung	Erholung
Indikatoren zum Geschäftszyklus	Mittelfristig	Expansion	Expansion	Expansion	Erholung	Erholung
Produktionslücken	Langfristig	Expansion	Erholung	Erholung	Erholung	Erholung
Insgesamt		Expansion	Expansion	Expansion	Erholung	Erholung

Quelle: Schroders, Stand: 29. Dezember 2017. Hinweis: Messung der Produktionslücke in den USA anhand unserer eigenen Schätzungen. Für die Eurozone und Japan wurden für die Ermittlung der Produktionslücke die Schätzungen von Oxford Economics herangezogen.

Die Schwierigkeit besteht darin, dass eine einsetzende Abkühlung in der Regel zunächst nicht negativ erscheint: Die Produktion befindet sich nach wie vor über der Trendrate und das Wachstum ist zwar schwächer aber weiterhin positiv. Zu diesem Zeitpunkt sind jedoch die Erwartungen an die Aktienrenditen und Bewertungen überhöht, was in Enttäuschungen und negativen Renditen resultieren kann. Vorerst steht die Ampel zwar noch auf Grün, doch wir müssen drei Trends im Auge behalten:

Erstens ziehen die Entscheidungsträger in China und den USA derzeit Liquidität ab. Obwohl eine Normalisierung der Geldpolitik zum gegenwärtigen Zyklusstadium angebracht ist, besteht immer das Risiko, dass die Straffung zu schnell erfolgt.

Zweitens verflachen sich die Renditekurven, d. h. die Anleihemärkte preisen offenbar allmählich ein geringeres Wachstum ein. Dies steht in einem gewissen Widerspruch zu dem Optimismus, der sich derzeit in den Aktienbewertungen niederschlägt.

Drittens gehen wir davon aus, dass der US-Dollar schwach bleiben wird, da Volkswirtschaften in der übrigen Welt gegenüber dem US-Wachstum aufholen. Sollten wir falsch liegen und der US-Dollar sich erholen, würde dies das Wachstum in China unter Druck setzen und für ein straffereres Liquiditätsumfeld sorgen.

Insgesamt bleiben wir für ein reflationäres Umfeld positioniert und legen den Schwerpunkt auf Anlagen in Schwellenländern, die vergleichsweise günstig erscheinen. Irgendwann wird 2018 die synchronisierte globale Erholung allerdings in Besorgnis über einen synchronisierten Liquiditätsabzug umschlagen. Die eigentliche Überraschung 2018 könnte jedoch darin bestehen, dass wir das Jahr mit niedrigeren Renditen auf Staatsanleihen als derzeit beenden.

Aktueller Ausblick



Kategorie	Beurteilung	Kommentare	
Aktien	+	Unseres Erachtens können Aktien in einem Umfeld mit starken Wachstumsraten und einer günstigen Inflation dank eines positiven Gewinnwachstums hohe einstellige Renditen erzielen.	
Staatsanleihen	-	Wir bleiben bei unserer negativen Einschätzung. Die Bewertungen sind nach wie vor hoch, die Notenbanken fahren ihren geldpolitischen Expansionskurs (langsam) zurück, und überdies ist die Konjunkturphase für Staatsanleihen wenig förderlich.	
Rohstoffe	+	Das zyklische Umfeld bleibt positiv und angesichts einer stabilen Angebotsdisziplin dürften die Rohstoffmärkte über zwölf Monate positive Renditen erzielen.	
Unternehmensanleihen	0	△	Wir haben Unternehmensanleihen aufgrund der positiven Wachstumsdynamik und scheinbar mangelnder Auslöser für eine Wende im (derzeit günstigen) Ausblick in Bezug auf Zahlungsausfälle hochgestuft.

Kategorie	Beurteilung	Kommentare
USA		Trotz erhöhter Bewertungen gehen wir davon aus, dass die Steuerreform für überraschend hohe Gewinne sorgen wird. Darüber hinaus könnte ein schwacher US-Dollar zusätzlich für Rückenwind sorgen.
GB	▽	Wir haben britische Aktien auf neutral herabgestuft. Hier gehen wir aufgrund eines unspektakulären Gewinnwachstums infolge der nachlassenden Unterstützung durch das schwächere britische Pfund von einer Underperformance des Marktes aus.
Europa	-	Wir glauben, dass das europäische Wachstum stark bleiben und höhere Gewinnspannen schwerer wiegen werden als eine potenzielle Aufwertung der europäischen Einheitswährung.
Japan		Neben den wachstumsfreundlichen Steuerreformplänen für 2018 unterstützt auch das vorteilhafte globale Umfeld unseren Schwerpunkt auf Märkte mit hohem Beta wie Japan.
Pazifikraum ohne Japan		Diese Region ist attraktiv bewertet und sollte von dem sich fortlaufend bessernden Welthandel profitieren.
Schwellenländer		Der Markt wird unvermindert von vorteilhaften makroökonomischen Bedingungen und einem starken Wachstum der Unternehmensgewinne unterstützt.

STAATSANLEIHEN

IG- ANLEIHEN

HOCHZINSANLEIHEN

ROHSTOFFE

USA		Die Bewertungen sind vor dem Hintergrund niedriger Inflationserwartungen und des Bilanzabbaus bei der US-Notenbank Fed weiterhin wenig ansprechend.
GB		Die Wirtschaftsdaten waren zuletzt durchwachsen, während die Brexit-Verhandlungen für Unsicherheit sorgen.
Deutschland		Die Wirtschaftsdaten sind weiterhin stark, was die Zentralbank unter Druck setzt, ihre geldpolitischen Anreize zu verringern.
Japan		Wir bleiben neutral, da wir weiterhin davon ausgehen, dass die japanische Notenbank an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten wird und die langfristigen Renditen gut verankert sind.
Inflationsgebundene US-Anleihen		Die Bewertungen sehen nach wie vor attraktiv aus, außerdem sollte die Inflation (langsam) anziehen. Dies bestärkt uns in unserer Entscheidung, an unserer positiven Einstellung festzuhalten.
Schwellenländeranleihen in Lokalwährung		Zwar flaut der zyklische Rückenwind ab, jedoch erkennen wir weiterhin Wertpotenzial in der relativ steilen Renditekurve der Schwellenländer.
USA		Wir bleiben bei unserer negativen Einschätzung. Ausgereizte Bewertungen und eine zunehmende Verschuldung bilden im Falle einer 2018 steigenden Inflation eine gefährliche Kombination.
Europa		Unser Ausblick bleibt unverändert. Das Risiko-Ertrags-Profil ist angesichts weiterhin enger Spreads unvermindert negativ.
Schwellenländer USD	△	Wir stufen unseren Ausblick auf neutral hoch und begründen dies mit sich verbessernden Fundamentaldaten und einem günstigen externen Umfeld, das kaum Platz für mögliche Zahlungsausfälle lässt.
USA	△	Wir gehen zu einer positiven Einschätzung über. Zwar bleibt das Verschuldungsniveau hoch, doch das robuste Wirtschaftsumfeld unterstützt eine niedrigere Ausfallquote ebenso wie das Gewinnwachstum.
Europa	△	Die Bewertungen haben sich etwas verbessert und die Wirtschaftsdynamik zieht an.
Energie		Die Preise steigen angesichts sich normalisierender Bestände. Das größte Risiko besteht darin, dass die OPEC ihren Ausstieg aus der Produktionsdrosselung nicht effektiv vollzieht.
Gold		Unserer Meinung nach dürften sich die Realzinsen in einer engen Spanne bewegen. Allerdings erachten wir die Preise für Gold und die Positionierung im Sektor als ausgereizt. Wir bewerten den Sektor nun negativ, da Gold vermutlich nicht weiter nach oben ausbrechen wird.
Industriemetalle		Industriemetalle waren in den letzten zwölf Monaten die Glanzlichter in Sachen Wertentwicklung. Die Auswirkungen der Angebotsreformen und ein robuster Zyklus im verarbeitenden Gewerbe haben die Preise gestützt.
Landwirtschaft		Angesichts weiterhin niedriger Preise können wir derzeit kaum Auslöser für eine Erholung erkennen.

WÄHRUNGEN

USD	--	Die positiven Faktoren für den US-Dollar scheinen eingepreist zu sein, während ein anhaltendes „Goldlöckchen“-Umfeld und die strukturelle Überbewertung uns gegenüber der Währung weiterhin negativ stimmen.
GBP	0	Unsere Einschätzung bleibt trotz schlechterer Fundamentaldaten neutral, da wir glauben, dass die Währung in erster Linie von Brexit-bezogenen Nachrichten beeinflusst wird.
EUR	+	Wir halten an unserer positiven Einschätzung fest, da wir davon ausgehen, dass die Eurozone in puncto Aufschwung und Geldpolitik weiter gegenüber den USA aufholen wird.
JPY	0	Wir bleiben neutral eingestellt und begründen dies mit der günstigen Bewertung und extremen Short-Positionierung in Verbindung mit sich allmählich abzeichnenden geldpolitischen Änderungen bei der Bank of Japan.
CHF	0	Angesichts der anhaltenden Konjunkturverbesserung und einer Reduzierung des politischen Risikos in Europa gehen wir weiterhin von selteneren Maßnahmen seitens der SNB aus.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance gilt nicht als zuverlässiger Hinweis auf künftige Ergebnisse. Anteilspreise und das daraus resultierende Einkommen können sowohl steigen als auch fallen; Anleger erhalten eventuell den investierten Betrag nicht zurück.

Quelle: Schroders, Januar 2018. Die Einschätzungen zu Aktien, Staatsanleihen und Rohstoffen basieren auf Renditen relativ zu Barmitteln in Lokalwährung. Die Einschätzungen zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen basieren auf den Spreads (mit Durationsabsicherung). Die Einschätzungen zu Währungen stehen im Bezug zum US-Dollar. Der US-Dollar selbst wird an einem handelsgewichteten Währungskorb gemessen.

 schroders.com

 [@schroders](https://twitter.com/schroders)

Wichtige Hinweise: Nur für professionelle Anleger und Finanzberater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet. Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von der Schroders' Multi-Asset Group und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar. Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance gilt nicht als zuverlässiger Hinweis auf künftige Ergebnisse. Anteilspreise und das daraus resultierende Einkommen können sowohl steigen als auch fallen; Anleger erhalten eventuell den investierten Betrag nicht zurück. Herausgegeben von Schroder Investment Management GmbH, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main. Zu Ihrer Sicherheit können Gespräche aufgenommen oder überwacht werden.